

## 冷冻冷藏高增长可持续, 新品推广潜力大

——汉钟精机 (002158) 调研快报

2014年07月21日

推荐/维持

汉钟精机

调研快报

### 关注 1: 制冷产品市占率提升带动业绩增长

公司已发布 2014H1 业绩预告, 预计上半年实现营业收入 4.73 亿元, 同比增长 21.75%; 营业利润 9864.2 万元, 同比增长 41.04%; 实现归属于母公司净利润 8585.6 万元, 同比增长 41.26%。业绩增长的主要原因是制冷产品抢占竞争对手市场份额, 市占率提升, 高毛利产品占比提升。此外成本下降、子公司浙江汉声扭亏, 上半年利润增速高于收入增速。制冷产品主要包括中央空调压缩机和冷冻冷藏压缩机, 预计整体制冷产品增长 20%-25%, 其中, 中央空调压缩机销量增长约 20%; 冷冻冷藏压缩机继 13 年销量增长 45% 之后, 在 14 年上半年继续增长 30% 以上, 均好于预期。

### 关注 2: 中央空调压缩机未来平稳增长

中央空调压缩机是公司制冷板块主要产品, 约占 77% 的比重, 中央空调市场与商业地产和公共建筑投资高度相关, 预计未来行业保持 8% 左右的增速。13 年中央空调市场规模接近 650 亿, 占比最大的是多联机, 其次是单元机、末端机, 螺杆机占 10% 左右。公司是螺杆机龙头, 主要客户包括美的、格力、约克、同方等知名企业。公司的离心式压缩机机头给国内机组厂商配套, 抢占外资市场。总体上, 公司中央空调压缩机将会保持高于行业的增速, 预计年均增速 10%-15%。

### 关注 3: 冷冻冷藏压缩机未来复合增速 30% 以上

公司的冷冻冷藏压缩机主要应用于生产地附近中小型冷库。近年来公司冷冻冷藏压缩机在制冷业务中占比呈持续上升态势, 由 08 年的 6% 提升至 13 年的 23%, 其中 13 年销量 3258 台, 同比增长 45%。我们认为公司冷冻冷藏压缩机未来将维持 30% 以上的复合增速, 主要有以下几个推动因素: 1) 冷冻冷藏市场发展态势良好。我国冷冻食品人均消费量、冷库人均库容量、农产品腐损率、冷链流通比例等多个指标与发达国家差距很大, 我国冷库耗电量较之日本、英国等也有明显差距, 这些说明我国冷链行业无论是从量上还是质上均有很大的提升空间, 而冷冻冷藏行业的政策规范还有欠缺, 例如不像空调行业那样有能效管控。冷链行业的增长具有很强的持续性, 加之生鲜电商的快速渗透, 各路资本加快布局冷链仓储物流, 为冷链行业锦上添花; 2) 替代活塞机。市场上冷冻冷藏压缩机中, 活塞机占有相当的比例, 小功率的螺杆机凭借高性价比替代活塞

#### 张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

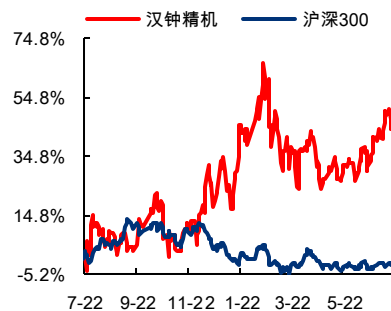
执业证书编号:

S1480514040001

#### 交易数据

52 周股价区间 (元)	17.71-12.18
总市值 (亿元)	46.73
流通市值 (亿元)	46.73
总股本/流通 A 股 (万股)	26387/26387
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.18

#### 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《汉钟精机 (002158): 受益冷链复苏, 新产品推广有望超预期》2014-03-31

机已成趋势，主要受益者是汉钟精机和比泽尔，而汉钟相对于比泽尔具有性价比优势和售后服务优势；3）公司在强化冷冻冷藏压缩机型的系列化，并对冷藏车用压缩机市场高度关注，市场放量后公司可快速推出产品。

#### 关注 4：空压机总体需求不佳，看好新品永磁无刷变频空压机推广

公司空压机产品包括空压机体和空压机组，其中空压机体占 85%左右，未来增速平稳，空压机组则快速增长。13 年空压机占收入比重的 28%，公司空压机台数市占率 17%，金额市占率 7%。13 年销量增长远高于收入增长，主要原因是公司推出小型空压机机体，抢占了一些低端市场份额。从市场来看因为主要下游机械、石化、冶金行业普遍较为低迷，市场需求一般。未来的主要看点是新产品永磁无刷变频空压机的推广。此产品定位高端，节能优势明显，较市场上普通变频压缩机节能 17%，较 1 级能效工频压缩机节能 31%，投资回收期约 1 年左右，具有很强的竞争力。这款空压机从 13 年二季度开始销售，目前销量较少，但客户认可度较高，预计未来两年将快速上量，实现进口替代。

#### 关注 5：螺杆膨胀机短期难贡献业绩，布局加快

公司的 ORC 螺杆膨胀机在台湾已经有实绩在运行，2014 年预计推 8-10 个样本工程。目前，低温余热回收螺杆膨胀发电缺乏政策支持和行业标准规范，整体的投资回收年限较长，经济性尚待评估，因此市场需求还没有打开，距离进入旺盛需求可能还比较遥远，公司预计 2016 年左右市场会逐步打开，因此现在开始做一些布局，先通过样本工程在钢厂、瓷砖厂、地热和水泥厂等各种不同行业收集数据。短期来看螺杆膨胀机市场受到各种因素的制约，还不到爆发的时候，但其作为一种先进的余热利用方式，长期前景向好。公司作为较早布局的企业，有望在市场打开的时候最先受益。

#### 结论：

公司总体风格务实进取，产品研发和市场开拓能力强。公司冷冻冷藏压缩机系列化正在强化，冷藏车压缩机开始布局，预计公司的冷冻冷藏业务将保持快速增长，对冷链行业的弹性明显增强。此外，永磁无刷变频空压机有望实现进口替代，低温余热回收螺杆膨胀机项目进展有望加快。我们略向上修正公司的盈利预测，预计公司 2014-2016 年的每股收益为 0.72 元、0.86 元、1.00 元，对应动态市盈率分别为 25 倍、21 倍、18 倍，维持“推荐”的投资评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	651	800	910	1,046	1,190	<b>营业收入</b>	700	850	1,016	1,201	1,398
货币资金	76	164	183	216	252	<b>营业成本</b>	473	543	635	749	872
应收账款	116	114	139	164	192	营业税金及附加	3	4	4	5	6
其他应收款	1	1	2	2	2	营业费用	37	42	53	62	73
预付款项	10	9	6	2	-2	管理费用	66	84	102	120	140
存货	131	133	157	185	215	财务费用	2	0	2	2	2
其他流动资产	200	220	236	255	275	资产减值损失	3	14	10	10	10
<b>非流动资产合计</b>	348	347	421	489	550	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	7	5	5	4	4	投资净收益	9	7	7	8	8
固定资产	291	270	346	416	479	<b>营业利润</b>	126	170	218	260	304
无形资产	27	55	53	51	49	营业外收入	1	5	5	6	6
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	999	1,147	1,331	1,534	1,741	<b>利润总额</b>	125	175	222	265	309
<b>流动负债合计</b>	207	267	356	424	472	所得税	19	25	32	38	45
短期借款	64	68	153	171	183	<b>净利润</b>	107	149	190	227	264
应付账款	87	121	139	164	191	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	5	8	12	16	归属母公司净利润	107	149	190	227	264
一年内到期的非流	3	0	0	0	0	EBITDA	174	218	245	294	345
<b>非流动负债合计</b>	19	12	11	11	11	<b>BPS (元)</b>	0.49	0.62	0.72	0.86	1.00
长期借款	13	7	7	7	7	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	226	279	367	435	482	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-18.64%	21.34%	19.56%	18.21%	16.44%
实收资本(或股本)	218	240	264	264	264	营业利润增长	-23.20%	35.19%	28.11%	19.26%	16.89%
资本公积	223	201	201	201	201	归属于母公司净利润	-25.94%	39.90%	27.47%	19.32%	16.54%
未分配利润	265	344	439	553	685	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	773	868	1,006	1,143	1,301	毛利率(%)	32.48%	36.12%	37.50%	37.58%	37.62%
<b>负债和所有者权益</b>	999	1,147	1,331	1,534	1,741	净利率(%)	15.22%	17.56%	18.73%	18.90%	18.92%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	10.68%	13.01%	14.29%	14.79%	15.20%
						ROE(%)	13.79%	17.20%	18.90%	19.86%	20.33%
<b>经营活动现金流</b>	158	212	90	209	234	<b>偿债能力</b>					
净利润	107	149	190	227	264	资产负债率(%)	23%	24%	27%	28%	27%
折旧摊销	46	48	26	32	39	流动比率	3.15	3.00	2.56	2.47	2.52
财务费用	2	0	2	2	2	速动比率	2.52	2.50	2.12	2.03	2.07
应收账款减少	6	2	-25	-25	-27	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	3	3	4	4	总资产周转率	0.71	0.79	0.81	0.81	0.83
<b>投资活动现金流</b>	-57	-62	-103	-102	-102	应收账款周转率	5.89	7.39	8.03	7.91	7.85
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.76	8.18	7.81	7.91	7.87
长期股权投资减少	-7	-1	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	9	7	7	8	8	8每股收益(最新摊薄)	0.49	0.62	0.72	0.86	1.00
<b>筹资活动现金流</b>	-97	-65	32	-75	-97	每股净现金流(最新)	0.02	0.35	0.07	0.13	0.13
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.55	3.62	3.81	4.33	4.93
长期借款增加	-2	-7	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	22	24	0	0	P/E	36.21	28.47	24.57	20.59	17.67
资本公积增加	-1	-22	0	0	0	P/B	4.99	4.90	4.64	4.09	3.59
<b>现金净增加额</b>	4	84	19	33	36	EV/EBITDA	22.26	19.07	18.96	15.75	13.38

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 5 年以上行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。